

28° Congresso ASSIOM FOREX

Intervento del Governatore della Banca d'Italia
Ignazio Visco

Parma, 12 febbraio 2022

Congiuntura, inflazione e politica monetaria

Nel 2021 la ripresa dell'economia mondiale è stata superiore alle attese. Anche in Italia l'attività produttiva ha sorpreso positivamente, con un aumento del PIL del 6,5 per cento. Negli ultimi mesi la crescita è stata frenata dalla nuova ondata di contagi, ma dalla primavera, con il progressivo miglioramento del quadro sanitario, dovrebbe riacquistare vigore. A livello globale, secondo l'ultimo scenario pubblicato dal Fondo monetario internazionale, nel 2022 il prodotto si espanderebbe del 4,4 per cento, mezzo punto percentuale in meno di quanto previsto in ottobre. I rischi di breve termine sono prevalentemente al ribasso; oltre che dall'evoluzione della pandemia, essi derivano soprattutto dal persistere di tensioni geopolitiche e dagli effetti che ne possono conseguire sui costi delle materie prime, in special modo dell'energia, e sugli scambi di prodotti intermedi lungo le catene globali del valore. Secondo le nostre ultime stime, in Italia la crescita del prodotto si avvicinerrebbe nella media di quest'anno al 4 per cento, per poi attenuarsi nei prossimi due.

Dalla seconda metà del 2021 in molti paesi si è altresì osservato un significativo, per la maggior parte inatteso, rialzo dell'inflazione. Dal lato dell'offerta e dei costi vi hanno contribuito soprattutto i mercati rincari dell'energia da fonti fossili, le strozzature nelle catene produttive, l'incremento dei costi dei trasporti internazionali; negli Stati Uniti vi hanno concorso la forte crescita della domanda e l'aumento dei salari, connesso anche con la fuoriuscita di molti occupati dalle forze di lavoro. Le pressioni sui prezzi finali di beni e servizi sarebbero più prolungate di quanto inizialmente stimato, ma dovrebbero riassorbirsi nel 2023.

Nell'area dell'euro, sui dodici mesi, l'inflazione ha toccato in gennaio il 5,1 per cento, il valore più elevato dall'avvio dell'unione monetaria. Il rincaro dell'energia vi ha contribuito direttamente per oltre la metà; anche al netto delle componenti più volatili il forte aumento registrato dalla seconda parte del 2021 ha in larga misura riflesso i maggiori costi dell'energia. Diversamente dagli Stati Uniti, la pressione sui prezzi al consumo dovuta alla ripresa dell'attività produttiva, non discosta oggi dai livelli del 2019, è stata finora modesta. Eccezionale è stato l'incremento delle quotazioni del gas naturale; pur essendosi ridotte dal picco di dicembre, esse sono

ancora pari in Europa a quasi sette volte i livelli di inizio 2020: un aumento ben più marcato di quello rilevato negli Stati Uniti, riflesso delle gravissime difficoltà, di natura tanto industriale quanto di politica internazionale, registrate in Europa. Anche il prezzo del petrolio, che già la scorsa primavera aveva recuperato il calo segnato nel 2020, ha continuato a salire, in un contesto di elevata volatilità.

La trasmissione della crescita dei prezzi delle materie prime energetiche a quelli al dettaglio dell'elettricità e del gas sta spingendo i governi dei paesi dell'area dell'euro ad adottare misure volte prevalentemente a mitigare le ricadute sulle famiglie e sulle imprese. In Italia l'intervento, di oltre 5 miliardi nel 2021, ha consentito di contenere per circa un terzo i rialzi delle tariffe dell'elettricità e del gas per gli utenti del mercato tutelato, pari rispettivamente al 12 e al 10 per cento nella media dell'anno; data la forte diffusione di contratti con formule a prezzo fisso nel mercato cosiddetto libero, per il complesso delle famiglie il rincaro di elettricità e gas nel 2021 sarebbe stato inferiore. Tuttavia, all'inizio di quest'anno la crescita dei costi si è intensificata: nonostante gli ulteriori interventi di sostegno decisi a dicembre, nel primo trimestre le tariffe dell'elettricità e del gas dovrebbero aumentare, rispettivamente, del 55 e del 42 per cento rispetto agli ultimi tre mesi del 2021. Come è noto, il Governo ha già adottato misure aggiuntive e sta valutando nuovi interventi.

Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema pubblicate lo scorso dicembre indicavano che nella media del 2022 l'inflazione si sarebbe collocata al di sopra del 3 per cento, riflettendo il forte rincaro dell'energia; si sarebbe quindi ridotta nel corso dell'anno, per poi riportarsi su livelli di poco al di sotto dell'obiettivo del 2 per cento della Banca centrale europea (BCE). Questi ultimi sono in linea con le aspettative di inflazione dei partecipanti alla *Survey of Professional Forecasters* rilevate in gennaio e con le indicazioni desumibili dalle quotazioni delle attività finanziarie indicizzate ai prezzi al consumo che – pur scontando le più recenti sorprese al rialzo dei prezzi – continuano a segnalare attese di inflazione dell'ordine del 2 per cento dal 2023.

Negli ultimi mesi l'aumento dei prezzi è però risultato superiore a quanto previsto in dicembre e le tensioni sul fronte energetico non si sono ancora allentate. Anche se è probabile che la prevista riduzione dell'inflazione trovi conferma nei prossimi mesi, i rischi di un disancoraggio delle aspettative e di avvio di rincorse tra prezzi e salari, di cui pure al momento non vi è evidenza, vanno attentamente monitorati. L'aumento dei costi delle materie prime energetiche determina a oggi una variazione negativa delle ragioni di scambio, e quindi una riduzione del potere di acquisto dei redditi nell'area dell'euro. Nella media del 2021 la perdita connessa

al deterioramento delle ragioni di scambio è stata contenuta intorno all'1 per cento; essa è andata però salendo nel corso dell'anno, portandosi oltre il 2 per cento nel quarto trimestre. Si tratta sostanzialmente di una tassa, probabilmente in buona parte destinata a rientrare, i cui effetti più distorsivi possono essere oggetto di compensazione, ove possibile, a carico dei bilanci pubblici. L'incremento dei costi non deve però trasformarsi in una prolungata spirale inflazionistica.

La scorsa settimana il Consiglio direttivo della BCE ha pertanto confermato la decisione di dicembre di interrompere gli acquisti netti effettuati nell'ambito del programma per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) alla fine del trimestre in corso. Per garantire una riduzione graduale degli acquisti netti complessivi, si era allora deciso di aumentare quelli condotti con il programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) dagli attuali 20 miliardi al mese, a 40 miliardi nel secondo trimestre del 2022 e a 30 in quello successivo, per poi proseguire a un ritmo mensile di 20 miliardi e terminare poco prima del primo rialzo dei tassi di interesse ufficiali, una sequenza volta a garantire una riduzione ordinata e controllata dello stimolo monetario.

Non ritengo al momento che il quadro complessivo alla base di questo orientamento sia particolarmente cambiato, anche se va riconosciuto che per il breve termine sono aumentati i rischi di variazioni più alte dei prezzi al consumo e di minore dinamica dell'attività produttiva. Nella riunione del Consiglio di marzo questi sviluppi e le loro possibili conseguenze andranno accuratamente approfonditi e discussi. L'orientamento della politica monetaria resta comunque espansivo, anche se la graduale normalizzazione proseguirà a un ritmo coerente con la ripresa dell'economia e l'evoluzione delle prospettive sui prezzi. Peraltro, come indicato dai risultati della revisione della strategia monetaria della BCE presentata nel luglio scorso, sarà in ogni caso cruciale che le decisioni siano progressive e ben ponderate, anche al fine di non creare incertezze che potrebbero destabilizzare i mercati finanziari e la ripresa dell'economia. La flessibilità rimarrà un ulteriore importante elemento della politica monetaria: accanto alla costante attenzione per l'inflazione, il Consiglio resta pronto a contrastare i rischi provenienti da una ingiustificata frammentazione delle condizioni finanziarie tra le economie dell'area.

In ogni caso, la principale risposta all'aumento del livello dei prezzi dell'energia – un evidente, inatteso, shock di offerta – non dovrebbe provenire dalla politica monetaria, specialmente in assenza di una rincorsa tra salari e prezzi e in presenza di aspettative di inflazione che restano saldamente ancorate all'obiettivo della banca centrale. Mentre sia la politica monetaria sia quella di bilancio possono

contrastare gli effetti inflattivi dei costi dell'energia, solo la seconda è infatti in grado di agire direttamente su questi ultimi, compensando, almeno in una certa misura, la perdita di reddito disponibile e contenendone gli effetti sull'economia.

Guardando oltre l'orizzonte congiunturale, dalla necessaria transizione verso una economia sostenibile possono derivare effetti rilevanti sull'attività economica ma anche sui prezzi relativi dell'energia prodotta dalle diverse fonti, con un possibile impatto sui tassi di inflazione. Ridurre, fino ad annullarle, le emissioni nette di carbonio richiede un aumento del rapporto tra costi dell'energia da fonti fossili e fonti rinnovabili, ma sono ancora incerte le modalità attraverso le quali esso avrà luogo, anche con riferimento, ad esempio, al peso che potranno avere il graduale incremento della tassazione delle prime e il progresso tecnologico e i maggiori investimenti nelle seconde. Quando si tiene conto degli effetti più generali delle misure volte a favorire la transizione non si può escludere che le ripercussioni sull'attività economica siano, almeno per un certo periodo, di natura deflattiva.

Gli aumenti dei prezzi relativi dell'energia da fonti fossili, necessari nella risposta alla sfida epocale del cambiamento climatico, non devono avvenire in modo incontrollato: possono essere dosati mediante misure adeguate, nell'ambito ad esempio di una appropriata politica tariffaria. Ciò segnala comunque l'importanza di definire in tempi brevi una strategia, in particolare a livello europeo, che consideri il problema della diversificazione delle fonti energetiche, il loro stoccaggio e l'individuazione di risorse comuni per la gestione delle crisi energetiche. Solo in questo modo sarà possibile affrontare in maniera coerente un problema che difficilmente potrà essere risolto con politiche economiche di natura congiunturale.

L'economia italiana: sviluppo e conti pubblici

Dall'avvio della crisi pandemica la nostra economia ha mostrato una forte capacità di recupero, fornendo segnali incoraggianti sulle sue condizioni di fondo. La produzione industriale si è riportata già dalla scorsa primavera sui livelli precedenti la pandemia; il PIL vi ritornerebbe alla metà di quest'anno, l'occupazione verso la fine. L'economia ha tratto ampio beneficio dagli interventi di sostegno che, salvaguardando il sistema produttivo e l'occupazione durante le fasi più acute della crisi, hanno permesso una rapida ripresa dell'attività una volta attenuate le misure di contenimento.

Nell'attuale contesto di progressivo recupero, limitati interventi di natura emergenziale possono ancora trovare giustificazione, ad esempio per fronteggiare la crisi energetica o nei casi in cui i contagi continuino a ostacolare consumi e produzione, come nei servizi legati al turismo, alla ristorazione, al tempo libero. Interventi generalizzati di stimolo potrebbero invece determinare tensioni sui prezzi, oltre a rischi per l'equilibrio dei conti pubblici. L'impegno deve essere ora soprattutto rivolto ad agevolare i cambiamenti strutturali, che la stessa pandemia ha accelerato.

Le politiche del lavoro, attive e passive, possono svolgere un ruolo importante. Il sistema degli ammortizzatori sociali è stato ampiamente riformato nell'ultimo decennio e oggi garantisce criteri di accesso universale. Gli strumenti di sostegno al reddito, pur migliorabili nel loro disegno, appaiono comparabili per struttura e risorse a quelli in vigore nei principali paesi europei. È però ampio il ritardo nelle politiche volte a favorire la formazione e il reimpiego dei lavoratori, e in ultima analisi lo stesso sostenuto sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali. Su questo piano sono necessari rapidi miglioramenti, tenuto anche conto dei processi di ristrutturazione e di riallocazione del lavoro che saranno indotti dalla doppia transizione, verde e digitale. L'Italia spende decisamente meno della Germania e della Francia per la formazione e il sostegno nella ricerca di un impiego, ma non si tratta semplicemente di accrescere le risorse: occorre razionalizzare l'insieme delle politiche e dei servizi per consentire lo sviluppo di un sistema di adeguata qualità sull'intero territorio nazionale.

La marcata ripresa dell'economia è stata decisiva per interrompere l'aumento del rapporto tra debito pubblico e prodotto, che alla fine del 2021 potrebbe essere sceso su valori prossimi al 150 per cento (da circa il 156 per cento raggiunto nel 2020), un livello nettamente inferiore a quanto previsto all'inizio dello scorso anno e anche alle valutazioni ufficiali pubblicate in autunno. In presenza di un saldo primario migliore delle attese ma comunque ampiamente in disavanzo, il calo del peso del debito rispetto al 2020 ha riflesso la forte differenza, negativa per oltre 5 punti percentuali, tra l'onere medio per interessi e la crescita nominale dell'economia. Questo risultato, pur nell'eccezionalità delle circostanze che lo hanno determinato, con riferimento sia al recupero dei livelli di attività dopo la profonda recessione sia alle condizioni monetarie estremamente espansive, mostra con chiarezza l'importanza della crescita economica per il perseguimento di una graduale riduzione del peso del debito.

La manovra di bilancio determina un aumento dell'indebitamento netto, rispetto al quadro a legislazione vigente, di circa l'1,3 per cento del PIL in media

all'anno nel triennio 2022-24. In una fase ancora caratterizzata da una elevata incertezza sugli sviluppi della pandemia, una manovra espansiva è stata ritenuta necessaria per contenere il rischio che una riduzione prematura dello stimolo di bilancio si potesse ripercuotere negativamente sul potenziale di crescita. Con il consolidarsi della ripresa, occorrerà tuttavia perseguire un progressivo, continuo, riequilibrio strutturale dei conti pubblici, necessario anche per evitare di alimentare tensioni sul mercato dei titoli di Stato. I rischi a cui ci espone la necessità di collocare annualmente titoli per circa 400 miliardi restano elevati; negli anni più recenti sono stati attenuati dagli ingenti programmi di acquisto dell'Eurosistema volti a contrastare le spinte deflazionistiche e le ricadute economiche della crisi pandemica.

Nel prossimo decennio il differenziale tra onere medio del debito e crescita del PIL avrà effetti via via meno favorevoli sull'incidenza del debito, per l'inevitabile normalizzazione del tasso di crescita dell'economia e dei tassi di interesse a breve e a lungo termine. L'invecchiamento della popolazione tenderà inoltre a esercitare pressioni al rialzo sulla spesa primaria corrente. Per controbilanciare queste tendenze saranno necessari, da un lato, un aumento del potenziale di sviluppo e, dall'altro, un graduale e strutturale miglioramento del saldo primario; entrambi potranno contribuire a ridurre stabilmente il differenziale di rendimento tra i titoli pubblici italiani e quelli degli altri principali paesi dell'area. Quanto maggiore sarà il ritmo di crescita dell'economia tanto minore sarà la correzione dei conti pubblici necessaria a favorire la progressiva riduzione del rapporto tra debito e prodotto.

I più recenti scenari demografici elaborati dall'Istat prospettano per il prossimo ventennio un calo di quasi un quinto della popolazione di età compresa tra i 15 e i 64 anni (quasi 7 milioni di persone in meno rispetto al livello attuale). Nel più lungo periodo tassi di sviluppo sostenuti potranno quindi concretizzarsi solo con un deciso aumento dei livelli di partecipazione e occupazione e con una forte accelerazione della produttività rispetto alla dinamica deludente dell'ultimo quarto di secolo.

Emerge con chiarezza l'importanza di una piena, efficace e tempestiva attuazione degli investimenti e delle riforme previsti nel Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), definiti nell'ambito del programma *Next Generation EU* (NGEU). Il Piano affronta le principali debolezze strutturali del Paese nell'ambito di una strategia europea che raccoglie le sfide poste dai cambiamenti climatici e dalla rivoluzione digitale e che richiederà l'aumento degli investimenti pubblici e privati, l'adeguamento delle competenze dei lavoratori e il potenziamento delle capacità tecnologiche e organizzative delle imprese e delle pubbliche amministrazioni.

Secondo le valutazioni che ho esposto nelle Considerazioni finali del maggio scorso, gli investimenti previsti dal PNRR potrebbero portare a un aumento del livello del PIL superiore a 3 punti percentuali entro il 2026. Effetti ulteriori, fino a 6 punti in un decennio, potrebbero derivare dalle riforme e dagli incentivi alla ricerca e all'innovazione. Si aggiungerebbe così quasi un punto percentuale al potenziale di crescita dell'economia del Paese.

Queste stime sono ovviamente soggette ad ampi margini di incertezza. L'effettiva realizzazione dei previsti interventi richiederà uno sforzo eccezionale per centrare i 527 obiettivi intermedi e finali (100 solo quest'anno) a cui è condizionata l'erogazione dei finanziamenti europei. Se il compito è straordinariamente impegnativo, bisogna però anche essere consapevoli che il Paese non può permettersi di dissipare la grande opportunità che il programma NGEU offre all'Italia, e all'insieme delle economie europee, per uscire dalla crisi con la prospettiva di uno sviluppo più rapido, sostenibile e inclusivo.

L'Europa ha dato prova di coesione e lungimiranza nel definire una strategia comune che guarda al futuro delle nuove generazioni. Ma la doppia transizione richiederà a tutti i paesi una elevata capacità di adattamento e ingenti investimenti, ben oltre l'orizzonte temporale del programma. L'impegno e lo spirito di cooperazione mostrati in questa circostanza andranno rinnovati, rafforzando il ruolo dell'Unione nel guidare e favorire le trasformazioni in atto.

I cambiamenti nell'industria finanziaria: opportunità e rischi

I mutamenti in atto nel sistema economico si riflettono anche sulla struttura del sistema finanziario. Le trasformazioni imposte dal cambiamento tecnologico e in particolare dall'innovazione digitale stanno modificando profondamente gli assetti organizzativi degli intermediari e le loro modalità di distribuzione dei servizi finanziari. Le autorità di vigilanza sono sempre più impegnate a identificare e presidiare i rischi che questi mutamenti possono generare, rivalutare l'adeguatezza del perimetro del loro mandato, esercitare la propria azione di controllo nei confronti di un più ampio e diversificato novero di soggetti e attività, coordinare regole e prassi di supervisione con altre autorità in ambito nazionale e internazionale.

Sono oggi soggetti alla supervisione della Banca d'Italia 54 gruppi bancari e 167 banche non appartenenti a gruppi, 284 operatori nell'industria del risparmio gestito (società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio e società d'investimento a capitale fisso), 153 altri intermediari finanziari e 51 istituti di pagamento o di moneta elettronica. A questi si affiancano centinaia di soggetti

comunitari, sottoposti alla supervisione dei propri paesi di origine, che possono operare in regime di libera prestazione di servizi.

Banche e società finanziarie tradizionali fanno sempre più ricorso ai canali distributivi digitali. Aumenta il numero di intermediari che gestiscono l'intero ciclo del prodotto – marketing, acquisizione di nuova clientela, erogazione dei servizi – interamente da remoto. Si diffondono modelli di attività che prevedono la collaborazione tra intermediari finanziari di diversa natura o tra intermediari e imprese non finanziarie; è in forte aumento il ricorso a “piattaforme” che consentono a conglomerati tecno-finanziari la possibilità di offrire alla clientela l'accesso a una sempre maggiore varietà di servizi, così come il ricorso all'esternalizzazione di funzioni aziendali anche rilevanti.

Il settore delle gestioni collettive è dominato dai fondi aperti (con un patrimonio gestito di oltre 1.200 miliardi), in particolare da quelli di diritto estero che rappresentano quasi l'80 per cento del totale degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) presenti in Italia. Di questi fondi, cosiddetti esteroinvestiti, quasi due quinti sono riconducibili a gruppi italiani che hanno trasferito, per ragioni industriali, regolamentari o fiscali, la maggior parte delle loro attività di gestione del risparmio in altri paesi dell'Unione (in particolare in Irlanda e Lussemburgo). Sono in forte aumento, anche se con un patrimonio gestito ancora modesto, i fondi alternativi in forma chiusa e riservati in larga prevalenza a clientela qualificata (fondi di credito, di private equity e di venture capital).

Il maggiore ricorso alle innovazioni tecnologiche potrà apportare significativi benefici agli operatori, agli intermediari e, in prospettiva, a imprese e famiglie. Gli intermediari, in particolare, potranno sfruttare i vantaggi connessi con la digitalizzazione per ridurre i costi di intermediazione e accrescere la qualità dei servizi offerti. L'utilizzo di soluzioni digitali consente di aumentare la gamma dei prodotti e meglio definirne le caratteristiche in base alle esigenze della clientela, di migliorare la valutazione del merito creditizio, di promuovere l'inclusione garantendo, a costi ridotti, facilità di accesso ai servizi finanziari da parte di soggetti poco o per nulla serviti dal sistema tradizionale.

Accanto alle opportunità offerte, la transizione digitale pone anche importanti sfide per gli intermediari e le autorità di regolamentazione e supervisione. I primi devono accrescere gli investimenti per il contenimento dei rischi finanziari, operativi e reputazionali. Le seconde, continuando a coordinarsi strettamente nelle sedi della cooperazione internazionale, sono impegnate ad aggiornare il quadro normativo e gli strumenti di controllo volti a contemperare l'esigenza di

promuovere l'innovazione con l'obiettivo di presidiare la stabilità complessiva del sistema e tutelare il risparmio.

La digitalizzazione ha aumentato l'esposizione ad attacchi informatici, frodi e uso improprio dei dati personali. Le banche italiane hanno segnalato 14 incidenti gravi nel 2021, erano stati 4 nel 2018. Le conseguenze sono state limitate anche grazie all'efficacia dei presidi richiesti dalla regolamentazione e dalla supervisione a fronte dei rischi tecnologici; è necessario, tuttavia, che gli intermediari continuino a rafforzarli in considerazione del maggiore contenuto tecnologico della loro operatività e per fare fronte all'intensificazione delle minacce di natura cibernetica.

Le implicazioni negative per la stabilità del sistema finanziario connesse con il crescente ricorso alle nuove tecnologie vanno decisamente contrastate senza che ciò ne riduca l'adozione. L'esternalizzazione di servizi informatici presso un numero ristretto di operatori non soggetti a vigilanza aumenta il pericolo che la loro interruzione da parte di uno o più fornitori possa avere conseguenze sistemiche; ne discende la necessità di prevedere nuove forme di supervisione e intervento. La diffusione di applicazioni che si avvalgono dell'intelligenza artificiale a supporto dei processi interni e dell'offerta di servizi all'utenza produce benefici qualitativi e quantitativi (in ambiti che spaziano dai processi di *back-office* all'analisi e alla gestione dei rischi di credito, cibernetici e operativi, dal marketing alla consulenza in materia di investimenti finanziari). Essa richiede tuttavia che gli intermediari presidino adeguatamente i relativi processi, contrastando la complessità e l'opacità degli algoritmi ed evitando che una loro meccanica adozione vada a discapito della interpretabilità dei risultati delle analisi e comportamenti utilizzati anche involontariamente scorretti.

A questi rischi si aggiungono quelli posti, da un lato, da un incontrollato sviluppo di fenomeni sempre più rilevanti come la finanza decentralizzata – che attraverso l'utilizzo della tecnologia dei registri distribuiti (*Distributed Ledger Technology*, DLT) e dei cosiddetti *smart contracts* consente l'esecuzione di transazioni senza ricorrere a un intermediario o a un processo “centralizzato” – e, dall'altro, dalla crescita dei mercati delle cripto-attività, in particolare quelle diverse dagli *stablecoins* (che pure richiedono – come reiterato dai ministri delle finanze e governatori delle banche centrali del Gruppo dei Sette – il rispetto di importanti requisiti di natura legale, regolamentare e di supervisione). La forte volatilità del valore degli strumenti scambiati sui mercati delle cripto-attività – la cui capitalizzazione a livello globale si è ridotta nelle scorse settimane della metà rispetto al picco di circa 3.000 miliardi di dollari raggiunto lo scorso novembre – non solo determina forti pericoli per gli

investitori, come abbiamo più volte sottolineato, ma può anche avere in prospettiva implicazioni di rilievo per la stabilità finanziaria.

In questo contesto l'azione delle autorità di controllo mira ad assicurare l'efficacia delle norme che garantiscono la tutela degli investitori, il corretto funzionamento delle infrastrutture di mercato e del sistema dei pagamenti, la sicurezza del sistema finanziario e dell'economia nel suo complesso. Il principio a cui l'azione regolamentare e di controllo si ispira è quello secondo cui alle stesse attività devono essere applicati gli stessi presidi regolamentari, a prescindere dal soggetto che le svolge. Nei casi in cui l'uso delle tecnologie più innovative non consenta l'applicazione di adeguati requisiti normativi e di supervisione, le autorità sono chiamate a informare il pubblico dei pericoli cui si va incontro quando si investe in questi strumenti o quando li si utilizza come mezzo di scambio, nonché ad adottare le iniziative necessarie a evitare l'esposizione, diretta e indiretta, dei soggetti vigilati verso questi mercati.

Nell'Unione europea è in corso una importante azione di adeguamento del quadro regolamentare, cui partecipiamo attivamente. Si stanno definendo un regolamento volto a disciplinare i mercati delle cripto-attività (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR) e un "regime-pilota" per la definizione di deroghe temporanee alla legislazione europea, così da consentire l'offerta controllata di servizi di negoziazione e di regolamento di strumenti finanziari attraverso infrastrutture di mercato basate sulla DLT.

Per favorire un equilibrato sviluppo dei servizi digitali, assicurando un adeguato contenimento dei rischi derivanti dal maggior ricorso alle tecnologie, è prossima l'emanazione di misure per la resilienza operativa degli intermediari (Digital Operational Resilience Act, DORA). Con esso verranno rafforzati e armonizzati i presidi di sicurezza tecnica e di governo societario nel comparto finanziario; verrà anche introdotto un regime europeo di sorveglianza diretta sui fornitori critici di servizi informatici e di telecomunicazione. Sono poi in corso di revisione la seconda direttiva sui servizi di pagamento (Revised Payment Services Directive, PSD2) e quella sulla sicurezza delle reti e dei sistemi informativi (Directive on Security of Network and Information Systems, NIS), volte a realizzare rispettivamente, in un quadro di cooperazione tra gli Stati membri, un rafforzamento delle misure di sicurezza nei pagamenti elettronici e l'innalzamento del livello di sicurezza informatica attraverso obblighi per gli operatori del mercato e le amministrazioni pubbliche. Infine, con la revisione del regolamento sui sistemi di identificazione elettronica forniti ai cittadini e alle aziende (electronic IDentification, Authentication and trust Services, eIDAS) si mira a garantire la

disponibilità di identità digitali affidabili, sicure e pienamente interoperabili tra paesi, contribuendo così al contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo anche in presenza di processi interamente gestiti da remoto.

Lo scambio di informazioni in caso di attacchi, la diffusione delle migliori prassi, lo sviluppo di metodologie di valutazione dei rischi, l'organizzazione di esercitazioni e la promozione di campagne di comunicazione al pubblico fanno da complemento alla regolamentazione nel contrastare le minacce alla sicurezza informatica. Contribuiamo a queste attività presiedendo, insieme con l'Associazione bancaria italiana, il nucleo per le emergenze informatiche del settore finanziario (CERTFin), a cui partecipano le altre autorità di settore e i più importanti operatori finanziari e tecnologici. Ma i rischi cibernetici trascendono i confini geografici, settoriali e della singola organizzazione, e richiedono quindi azioni collettive. In tale prospettiva, assumono cruciale rilievo le attività di cooperazione internazionale sia tra i privati sia tra le autorità.

Sono in corso importanti iniziative di mercato che possono favorire lo sviluppo di servizi finanziari innovativi a beneficio di cittadini e imprese e contribuire alle strategie di digitalizzazione del Paese. All'inizio di quest'anno ha preso avvio la fusione tra NEXI e SIA, i due importanti gruppi italiani che operano nel settore dei pagamenti, in special modo nelle transazioni effettuate con carta, nei servizi di *clearing* per le procedure interbancarie nazionali ed europee e nei servizi di connettività per il sistema finanziario. Il nuovo soggetto acquisisce una posizione di primo piano nel panorama europeo. La significativa espansione dimensionale e geografica che esso intende perseguire richiede un attento presidio dei rischi. Seguiamo da vicino le implicazioni di questi sviluppi sia per i profili di vigilanza prudenziale sia per quelli di sorveglianza sul funzionamento dei sistemi di pagamento, attivando quando necessario opportune forme di cooperazione con le autorità estere interessate.

Dopo l'acquisizione di Borsa Italiana, nell'aprile 2021, Euronext sta ora procedendo all'integrazione organizzativa e di business, che per l'Italia coinvolge tanto il mercato azionario quanto quello dei titoli di Stato, i sistemi di garanzia delle negoziazioni e di regolamento dei titoli. Fra i progetti volti a rafforzare la dimensione paneuropea delle infrastrutture gestite, assume rilievo l'affidamento alla ex Cassa di Compensazione e Garanzia, ora ridenominata Euronext Clearing, dei servizi di controparte centrale per tutti gli scambi di azioni e di contratti derivati su strumenti finanziari e su merci gestiti dal gruppo; il *data center* primario di Euronext verrà trasferito in Italia. Anche in questo caso seguiamo con attenzione,

insieme con la Consob, le implicazioni regolamentari e di vigilanza dei nuovi progetti, in stretto contatto con le società vigilate e l'azionista di controllo.

Ai cambiamenti associati alla digitalizzazione dei servizi finanziari si accompagnano quelli indotti dalla transizione ambientale. La necessità di rendere l'economia globale più sostenibile richiede un forte impegno da parte dei governi, delle autorità di controllo, delle banche centrali, degli intermediari per affrontare le sfide poste dalla transizione. Gli operatori che sapranno integrare gli obiettivi di sostenibilità nella produzione e nell'offerta di servizi finanziari potranno migliorare la capacità di competere efficacemente sul mercato. Le autorità regolamentari e di supervisione, d'altro canto, continueranno ad adottare azioni coordinate e determinate per stimolare gli intermediari a dotarsi di opportuni presidi per meglio affrontare i cambiamenti in corso.

Nei giorni scorsi la BCE ha avviato uno stress test sui rischi climatici che vedrà coinvolta la quasi totalità delle banche significative. L'esercizio prevede tre moduli di complessità crescente, l'ultimo dei quali – rivolto agli intermediari maggiori e a quelli più evoluti – richiede che le banche elaborino proiezioni della propria situazione patrimoniale e reddituale sotto diversi scenari climatici, anche particolarmente severi. A causa dell'attuale indisponibilità di dati, verranno escluse dall'esercizio le esposizioni verso le piccole e medie imprese. In prospettiva, tuttavia, è necessario che anche le società di minori dimensioni si attivino per fornire agli intermediari informazioni esaustive sulla propria impronta carbonica, in modo da poter continuare ad accedere al credito bancario senza penalizzazioni. I risultati dello stress test – che va visto soprattutto come una occasione per banche e supervisori per sviluppare le necessarie competenze nell'ambito della gestione dei rischi connessi con i cambiamenti climatici – non avranno implicazioni dirette sui requisiti di capitale fissati dal supervisore, ma potranno contribuire al processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP). La necessità di preparare le banche e gli altri intermediari vigilati alla gestione di questi rischi costituisce una priorità anche per la nostra azione di vigilanza.

Le banche italiane

Il miglioramento del quadro congiunturale, unitamente alle misure di sostegno ancora attive, si è riflesso positivamente sulla condizione delle banche italiane. Alla fine dello scorso settembre la situazione patrimoniale degli intermediari rimaneva solida: il rapporto tra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio era pari al 15,2 per cento, 1,3 punti percentuali in più rispetto a

quello registrato prima dello scoppio della crisi pandemica. Alla crescita hanno contribuito sia l'aumento del patrimonio sia la riduzione delle attività ponderate per il rischio, anche a seguito dell'erogazione di prestiti con garanzia pubblica.

Superate le esigenze straordinarie legate alla pandemia e rimosse le raccomandazioni delle autorità sui dividendi e sul riacquisto di azioni proprie, le distribuzioni straordinarie a valere sugli utili del biennio 2019-2020 effettuate dallo scorso mese di ottobre da alcuni intermediari non hanno avuto effetti di rilievo sulla loro solidità patrimoniale. La BCE e la Banca d'Italia sono impegnate a verificare che le politiche di distribuzione rimangano improntate alla prudenza, alla luce dell'incertezza che ancora riguarda l'evoluzione delle prospettive macroeconomiche.

Nei primi nove mesi del 2021 il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve (ROE) è più che raddoppiato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, attestandosi intorno all'8 per cento. La ripresa della redditività trova conferma nei risultati preliminari sull'intero anno comunicati nei giorni scorsi dalle banche quotate. L'aumento è in larga parte connesso con il dimezzamento del flusso delle rettifiche di valore su crediti, particolarmente elevate nel 2020, che ha riflesso il forte rimbalzo dell'economia italiana nell'anno passato.

La qualità del credito ha continuato a migliorare, anche beneficiando delle misure di sostegno. Sebbene in leggero aumento, il flusso di nuovi prestiti deteriorati si è mantenuto basso nel quarto trimestre, attestandosi all'1,3 per cento dei finanziamenti, ben al di sotto dei picchi raggiunti negli anni delle crisi finanziaria e dei debiti sovrani. È inoltre proseguita la riduzione delle consistenze: al netto delle svalutazioni, il rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei finanziamenti, pari a settembre all'1,9 per cento, era di 3 decimi di punto inferiore rispetto alla fine del 2020.

In questa fase l'attenzione delle autorità di supervisione si concentra in particolare sui finanziamenti i cui rimborsi sono stati sospesi e su quelli garantiti dallo Stato. Alla fine dello scorso anno le banche avevano erogato a società non finanziarie prestiti assistiti dagli schemi di garanzia del Fondo centrale varati a seguito della pandemia per circa 150 miliardi. Per questi finanziamenti non si rilevano particolari tensioni sul fronte della qualità del credito: secondo le ultime segnalazioni di vigilanza, relative alla fine di settembre, appena lo 0,5 per cento è classificato come deteriorato.

Quanto alle moratorie previste dal decreto “Cura Italia” e terminate alla fine dello scorso anno, il graduale venir meno delle misure di sostegno all’economia potrà comportare nei prossimi mesi un aumento del flusso di crediti deteriorati, con la conseguente necessità di contabilizzare le relative perdite. La crescita delle insolvenze dovrebbe essere tuttavia ampiamente inferiore a quanto registrato in precedenti episodi recessivi. Alla fine del 2021 i prestiti alle imprese che ancora beneficiavano di queste moratorie ammontavano a circa 33 miliardi, meno di un quarto del totale concesso da marzo 2020. A settembre, ultima data per cui sono disponibili evidenze più dettagliate, i prestiti con moratoria scaduta e quelli con moratorie ancora attive presentavano un tasso di ingresso in default pari, rispettivamente, al 2,4 e al 4,6 per cento, a fronte dello 0,9 per i finanziamenti che non avevano beneficiato di misure di sostegno.

Per un campione di banche che ricadono sotto la nostra diretta supervisione abbiamo effettuato analisi approfondite sulle principali posizioni oggetto di moratoria, al fine di verificarne la classificazione contabile e prudenziale e assicurarne una corretta valutazione. Per circa il 20 per cento delle esposizioni esaminate sono emersi potenziali problemi di classificazione. I risultati sono stati comunicati alle banche interessate per un attento riesame. Un’apposita indagine statistica avviata la scorsa estate su tutte le banche meno significative ci consentirà di effettuare ulteriori interventi con richieste di maggiori informazioni, anche mediante verifiche ispettive, ed eventuali lettere di richiamo qualora emergano segnali di sottovalutazione dei rischi da parte degli intermediari. Si delinea comunque un quadro che sembra non richiedere nuovi generalizzati interventi pubblici. A due anni dall’inizio della pandemia le banche possono valutare autonomamente l’opportunità di procedere alla ristrutturazione dei finanziamenti alle imprese in grado di superare difficoltà temporanee, analizzando le singole posizioni e assumendosene il relativo rischio.

A fronte della condizione non negativa del complesso del sistema bancario, rimangono però casi di fragilità, principalmente presso banche di dimensione medio-piccola e con un modello di attività tradizionale. Per molte di queste a una bassa qualità del credito si sommano difficoltà nel contenimento dei costi e nel rispondere alle sfide dell’innovazione tecnologica.

Lo scorso anno, come avevo annunciato in questa sede, abbiamo condotto una rilevazione presso un ampio campione delle banche da noi vigilate, chiedendo loro di svolgere un esercizio di auto-valutazione riguardo alla sostenibilità del proprio modello di attività. Le risposte pervenute segnalano un quadro variegato. La maggior parte degli intermediari mostra assetti tecnici equilibrati, congiuntamente

a una visione sufficientemente chiara e consapevole delle tendenze, dei rischi e delle opportunità dell'attuale contesto di mercato. Per una quota non trascurabile si sono invece rilevate incertezze sul piano strategico e debolezze riguardo alla capacità di generare adeguati flussi reddituali, talvolta associate a ridotte dotazioni patrimoniali.

Nella nostra esperienza gli interventi correttivi richiesti dalla Vigilanza sono tanto più efficaci quanto più le banche reagiscono con rapidità. Per alcuni intermediari – meno proattivi e che presentano carenze sul fronte manageriale – gli aspetti di debolezza potrebbero sfociare in situazioni di crisi in assenza di idonei interventi correttivi; è stato quindi loro richiesto di valutare con tempestività ogni opzione volta a prevenire il deterioramento e riportarsi su sentieri di piena sostenibilità. Questi temi rimarranno centrali nel confronto con la Vigilanza nei mesi a venire; incertezze e ritardi nell'assumere iniziative correttive potranno determinare il ricorso a interventi più incisivi.

La Commissione europea sta lavorando alla revisione della Direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD). Nella consultazione pubblica, insieme con il Ministero dell'economia e delle finanze abbiamo ribadito l'importanza di una maggiore armonizzazione delle procedure di insolvenza nazionali per le banche non sistemiche, con l'obiettivo di evitare liquidazioni disordinate che provochino una ingiustificata distruzione di valore e rischi di contagio. Anche ispirandosi all'esperienza della *Federal Deposit Insurance Corporation* negli Stati Uniti, e in linea con le modalità di gestione delle crisi tradizionalmente adottate in Italia negli anni precedenti l'adozione della BRRD, sarebbe auspicabile una maggiore possibilità di intervento dei fondi di garanzia dei depositanti per facilitare il trasferimento di attività, passività, sportelli e rapporti giuridici dalla banca in liquidazione a un acquirente terzo. A questo fine sarebbe necessario rimuovere la priorità riconosciuta ai fondi per i recuperi in liquidazione (la cosiddetta *super-priority*), che rende difficile, spesso impossibile, il rispetto del criterio cosiddetto del minor onere.

* * *

L'inatteso aumento dell'inflazione registrato nell'area dell'euro negli ultimi mesi è in larga parte la conseguenza di uno shock di offerta. Se non si innescheranno spirali tra prezzi e salari e se le aspettative resteranno saldamente ancorate all'obiettivo di inflazione della BCE, come sta al momento avvenendo, l'effetto dei rincari dell'energia verrà in larga parte riassorbito nel 2023. Con il

consolidarsi della ripresa, una graduale normalizzazione della politica monetaria resta quindi la strategia più appropriata.

Il previsto rallentamento degli acquisti netti di titoli da parte della BCE nel corso di quest'anno e la loro eventuale sospensione non sono tali da giustificare, in Italia, un significativo peggioramento delle condizioni di finanziamento sul mercato obbligazionario. Il peso del debito pubblico si è ridotto in misura marcata e, rispetto a previsioni che lo vedevano prossimo al 160 per cento del PIL alla fine del 2021, sarà verosimilmente di circa 10 punti percentuali più basso. La tendenza alla riduzione dovrà proseguire nei prossimi anni. Un contenuto rialzo dei tassi di mercato non avrà effetti rilevanti sul costo del debito, la cui vita media è di poco inferiore agli otto anni. Se la politica di bilancio saprà garantire il graduale riequilibrio dei conti e il PNRR troverà attuazione tempestiva, piena ed efficace, l'eventuale aumento dei tassi di interesse sarà compensato dal ritorno dell'economia su sentieri di crescita più elevati in modo duraturo.

Il successo del PNRR sarà cruciale anche per consentire al Paese di vincere le sfide poste dalla transizione digitale ed ecologica, da cui nessun settore dell'economia è esente. Per le banche e gli intermediari finanziari, in particolare, gli investimenti in tecnologia e una gestione efficace dei rischi, anche di quelli legati al cambiamento climatico, non sono solo strumenti volti ad affrontare la crescente competizione, ma leve fondamentali per ridurre i costi dell'intermediazione, accrescere la qualità dei servizi offerti, migliorare la redditività e, in ultima analisi, fornire all'economia il sostegno di cui essa necessita.

